

Avril 2018

Editorial

Ce premier trimestre s'achève enfin et aura mis les nerfs des opérateurs à rude épreuve. Il aura été marqué par le retour de la volatilité sur les actifs risqués et des performances négatives sur les marchés actions. Les bourses européennes qui en fin d'année dernière étaient pourtant considérées comme les plus prometteuses, tant en termes de valorisation que de croissance des bénéficiaires futurs, terminent le trimestre en recul de -4.07% (Eurostoxx50), ce chiffre masquant des chutes encore plus violentes sur certains pays (-6.35% pour l'Allemagne, -6.83% pour la Suisse, -8.21% pour le Royaume-Uni). Quant à la bourse américaine, il s'agit là de la première baisse trimestrielle depuis Q3 2015. Au cours de ces 9 trimestres positifs jusqu'à la fin de l'année dernière, les marchés US ont monté de pratiquement 40% (+/-16% annualisé) et d'aucuns diront que cela était probablement exagéré au regard des perspectives bénéficiaires des entreprises US. Il pourrait dès lors être tentant de se dire que la correction observée au cours du trimestre écoulé n'est qu'une simple normalisation d'une situation de valorisations un peu trop tendues. Mais les facteurs à prendre en compte sont sans doute un peu plus nombreux que cela et posent un certain nombre de questions sur l'environnement de marché :

Au cours de la première moitié du trimestre, après le succès de la réforme fiscale américaine, les opérateurs se sont plus à imaginer que l'environnement favorable actuel, tant macro-économique (croissance mondiale synchronisée) que micro-économique (hausse des bénéficiaires par actions), ne pourrait aller qu'en s'améliorant. Les anticipations inflationnistes sont allées crescendo, au point de propulser les taux d'intérêts à long terme sur des niveaux que l'on n'avait pas observés depuis longtemps. Ainsi, les rendements US à 10 ans ont atteint 2.95% le 21 février contre 2.40% en début d'année (et 2.04% début septembre 2017). Dans le même temps, les taux longs européens ont enfin entamés leur normalisation, le rendement allemand à 10 ans passant brutalement de 0.30% mi-décembre à 0.80% le 8 février. Cette accélération du mouvement de hausse des taux longs, renchérissant des valorisations déjà tendues sur les actions, couplée à des incertitudes sur le timing et l'ampleur du relèvement des taux courts américains, a conduit les bourses mondiales à chuter violemment après trois premières semaines de janvier quasi idylliques. Ainsi, entre le 23 janvier et le 9 février, l'Eurostoxx50 dévissait ainsi de plus de 10%, avant de se reprendre durant la deuxième quinzaine de février. Las,

quelques enquêtes de conjoncture décevantes ont instillé le doute dans l'esprit des opérateurs, commençant à les faire douter du maintien durable de la bonne dynamique d'activité observée ces derniers mois. Et donc du rythme de normalisation de l'inflation. Toujours délicate pour les marchés ce genre de période où les perspectives micro-économiques et les publications des entreprises vont dans le bon sens alors que l'incertitude commence à pointer chez certains en ce qui concerne le contexte macro. Quoiqu'il en soit, les taux longs européens ont eu tôt fait de reprendre le chemin de la baisse, le 10 ans allemand terminant le trimestre à 0.49% tandis que son homologue américain se détendait vers les 2.75%.

La politique commerciale de l'Administration Trump apporte également son lot d'incertitudes. Fort logiquement, les marchés financiers sont assez sensibles sur la question de la liberté de circulation des biens. Tout frein au commerce engendre potentiellement des perspectives négatives en termes de dynamisme et de rentabilité des activités marchandes. Et constitue de facto une épée de Damoclès sur la croissance mondiale dont les teneurs de marché se passeraient bien à ce stade du cycle américain. Pour le moment toutefois, il semble que la Maison Blanche ait un discours qui va au-delà de ce qu'elle fait



réellement. Ainsi, sur l'acier et l'aluminium, 48 milliards de dollars devaient être concernés. A ce jour, les mesures effectives portent sur 18 milliards. L'annonce d'une hausse des barrières douanières est un moyen pour Donald Trump d'entamer des négociations bilatérales en créant un rapport de force en faveur des Etats-Unis. Il y a une bonne part de posture là-dedans. Le président américain pense ainsi obtenir des restrictions « volontaires » aux volumes exportés sur le sol américain et une ouverture plus grande des marchés concernés, la Chine tout particulièrement, pour les produits américains. Chine qui de facto apparaît comme le véritable concurrent stratégique des Etats-Unis. Il faudra dès lors être attentif à la relation de l'Amérique avec ses grands alliés européens et asiatiques et observer dans quelle mesure

	Q1 2018	YTD	Close 30/03/18
DOW JONES	-2.49%	-2.49%	24 103.11
S&P 500	-1.22%	-1.22%	2 640.87
FTSE 100	-8.21%	-8.21%	7 056.61
EUROST.50	-4.07%	-4.07%	3 361.50
CAC 40	-2.73%	-2.73%	5 167.30
FTSE MIB	2.55%	2.55%	22 411.15
MSCI EM	0.93%	0.93%	1 170.88
CRUDE OIL	7.48%	7.48%	64.94
GOLD	1.68%	1.68%	1 325.00
EUR/USD			1.2324
EUR/CHF			1.1754
EUR/GBP			0.8791
EURIBOR 1M			-0.372%

Trump considère qu'il a besoin d'eux. L'accord du 12 mai prochain sur le nucléaire iranien sera à cet égard une étape importante. Les Américains vont-ils en sortir ? Dans l'affirmative, cela compliquerait singulièrement la diplomatie européenne, toujours inquiète de la situation au Moyen-Orient et de ses répercussions à moyen terme sur le reste du monde.

Enfin, les articles du New York Times et de l'Observer ont semé le doute sur la société Facebook, servant de prétexte à des prises de bénéfices importantes sur le secteur technologique, qui, il est vrai, avait tout particulièrement bien progressé au cours du dernier trimestre 2017. Selon eux, la société Cambridge Analytica (CA), spécialisée dans la communication stratégique, a récupéré sans leur consentement les données de 50 millions d'utilisateurs pour nourrir un logiciel permettant de prédire et d'influencer le vote des électeurs. Ces données auraient été récupérées via une application de tests psychologiques téléchargée par 270.000 utilisateurs du réseau social et développée notamment par le psychologue russe Aleksandr Kogan, qui, selon Facebook, les a ensuite fournies indûment à Cambridge Analytica. Facebook a précisé que l'application avait aussi pu avoir accès aux données personnelles des "amis" des utilisateurs ayant téléchargé l'application, ce qui, selon la presse, a permis l'établissement par CA des profils de 50 millions d'usagers, utiles pour cibler des publicités. CA, qui a travaillé pour la campagne du candidat républicain Donald Trump, a "nié fermement" avoir utilisé ces données dans le cadre de la campagne présidentielle. Elle précise aussi "n'avoir pas travaillé sur le référendum sur le Brexit au Royaume-Uni". L'action Facebook chutait



(suite de l'édito) dès lors de 6,77% le 19 mars, sa plus forte baisse depuis mars 2014 et la crainte d'une régulation accrue des géants de l'internet a affecté l'ensemble du secteur technologique, faisant décrocher ce jour-là l'indice Nasdaq Composite de 137,74 points (1,84%), baisse qui devait se prolonger jusqu'à la fin du mois de mars.

On le voit donc, un premier trimestre riche en rebondissements pour les professionnels du secteur financier. Et des marchés européens qui sont dès lors revenus sur leurs niveaux de début 2017 alors même que la croissance des bénéficiaires par actions des sociétés européennes a été au rendez-vous. Les marchés émergents ont été eux un peu plus à l'abri ces trois derniers mois, progressant plus vivement au mois de janvier, et reculant moins que l'Europe et les Etats-Unis sur février-mars, moins affectés par les craintes de hausse de taux et le « sell-off » sur les technologiques.

Le trimestre à venir devrait connaître également son lot de soubresauts. Le contexte macro est certes toujours favorable, avec, et c'est important de le souligner, une croissance mondiale solide et synchronisée sur toutes les grandes zones économiques. Mais un certain nombre de questions pour le moment sans réponse sont susceptibles de polluer la vision long terme des gérants de portefeuilles et de créer quelques mouvements épidermiques. Parmi celles-ci, citons :

Nous sommes vraisemblablement rentrés dans la dernière partie du cycle économique américain. Mais combien de temps encore peut durer ce cycle très atypique ? 12 mois ? 24 mois ?

Combien de hausse de taux la Réserve Fédérale nous réserve-t-elle cette année ? 3 ? 4 ?

Va-t-on avoir plutôt une accélération de l'inflation aux Etats-Unis favorisée par le plein emploi et peut-être une guerre commerciale avec la Chine ? Ou a-t-on vu le pic des anticipations inflationnistes et doit-on s'attendre à un fléchissement à partir de maintenant ?

Jusqu'où peut aller l'escalade commerciale avec la Chine ?

Quand la courbe des taux US s'inversera-t-elle ? Dans 6 mois, dans 12 mois, dans 24 mois ? (on rappellera ici que l'inversion de la courbe des taux est souvent un excellent signal de retournement des marchés actions)

Le dollar va-t-il se stabiliser contre EUR ? Si oui, autour de quels niveaux ?

La politique monétaire de la BCE va-t-elle rester accommodante encore longtemps ?

Quid du risque politique européen (Brexit ? formation d'un gouvernement en Italie ?)

La France va-t-elle parvenir à se réformer et à constituer avec l'Allemagne à nouveau une locomotive crédible pour l'Union ?

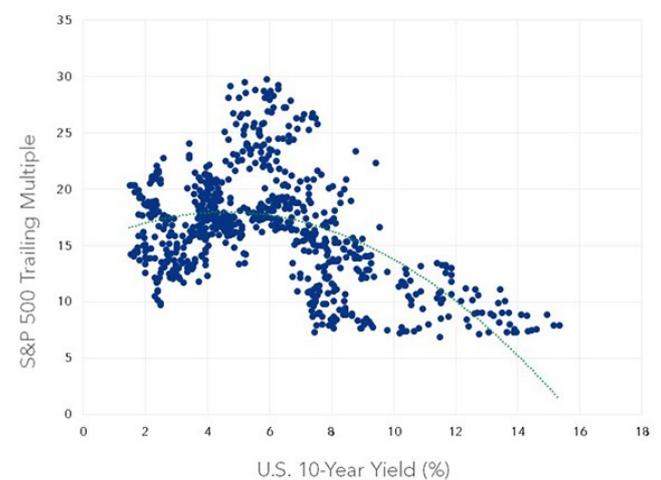
Face à toutes ces questions et problématiques diverses, nous continuons à penser que diversification et qualité des instruments sont les deux conditions sine qua non de portefeuilles capables de bien passer les incertitudes futures. Nous continuons à privilégier les actions européennes par rapport aux actions américaines, plus chères, maintenons nos positions sur les fonds alternatifs, bonne surprise de ce premier trimestre, ainsi que sur les fonds d'allocation d'actifs et commençons à considérer un renforcement de la qualité de crédit au sein de notre poche obligataire.

Grand Angle

C'est une de ces histoires rapportées éternellement par les médias. Les commentateurs de marché semblent être d'avis que le niveau inhabituellement bas des taux d'intérêt a alimenté la surévaluation actuelle des marchés boursiers et qu'en conséquence toute hausse des taux devrait entraîner une chute des actions. En un mot, cela revient à dire que les marchés actions et les taux d'intérêt sont inversement corrélés.

Intuitivement, cela peut paraître évident. Mais les faits ne semblent pas corroborer cet avis. En effet, contrairement aux idées reçues, une hausse simultanée des actions et des taux d'intérêt n'est pas sans précédent. L'augmentation des taux d'intérêt américains à 10 ans depuis leur plus bas historique mi-2016 en parallèle à celle des bourses américaines en constitue un exemple récent. BlackRock a publié récemment un article intéressant sur le sujet. Celui-ci montrait que la relation entre les taux d'intérêt et la valeur des actions est non linéaire, c'est-à-dire que la relation évolue en fonction du niveau des taux. En particulier, l'article mettait en évidence le fait que quand les taux montent à partir de niveaux exceptionnellement bas, il est normal que les actions et les taux évoluent de la même manière. Le graphique ci-contre (source: BlackRock) dépeint cette relation en comparant depuis 1954 les valorisations du S&P 500 sur l'axe des Y aux taux US à 10 ans correspondant sur l'axe des X. Comme on peut l'observer, les taux d'intérêt et les multiples actions (un synonyme au terme « valorisations ») ont davantage tendance à augmenter en tandem quand les taux montent à partir de niveaux exceptionnellement bas, tel que c'est le cas aujourd'hui. Mais une fois à un certain niveau, que l'on peut estimer quelque part entre 5 et 6%, la corrélation inverse entre les taux et les actions reprend ses droits, c'est-à-dire que les taux et la valeur des actions ont tendance à évoluer dans des directions opposées.

S&P 500 P/E vs. 10-Yr. Treasury Yield



Source: Bloomberg, as of 2/14/2018.

Sur base des données aujourd'hui, nous n'en sommes clairement pas encore là (au moment de la rédaction, le taux des emprunts d'État américains à 10 ans se situe aux alentours de 2,8%), suggérant dès lors que des taux et des prix d'actions plus élevés devraient vraisemblablement coexister, contrairement à ce qui est souvent invoqué par les médias. N'oublions pas que des taux plus élevés aujourd'hui découlent d'une économie plus forte favorisant une croissance nominale plus solide associée à une croissance des bénéficiaires robuste et des craintes de récession ou de déflation qui s'éloignent.

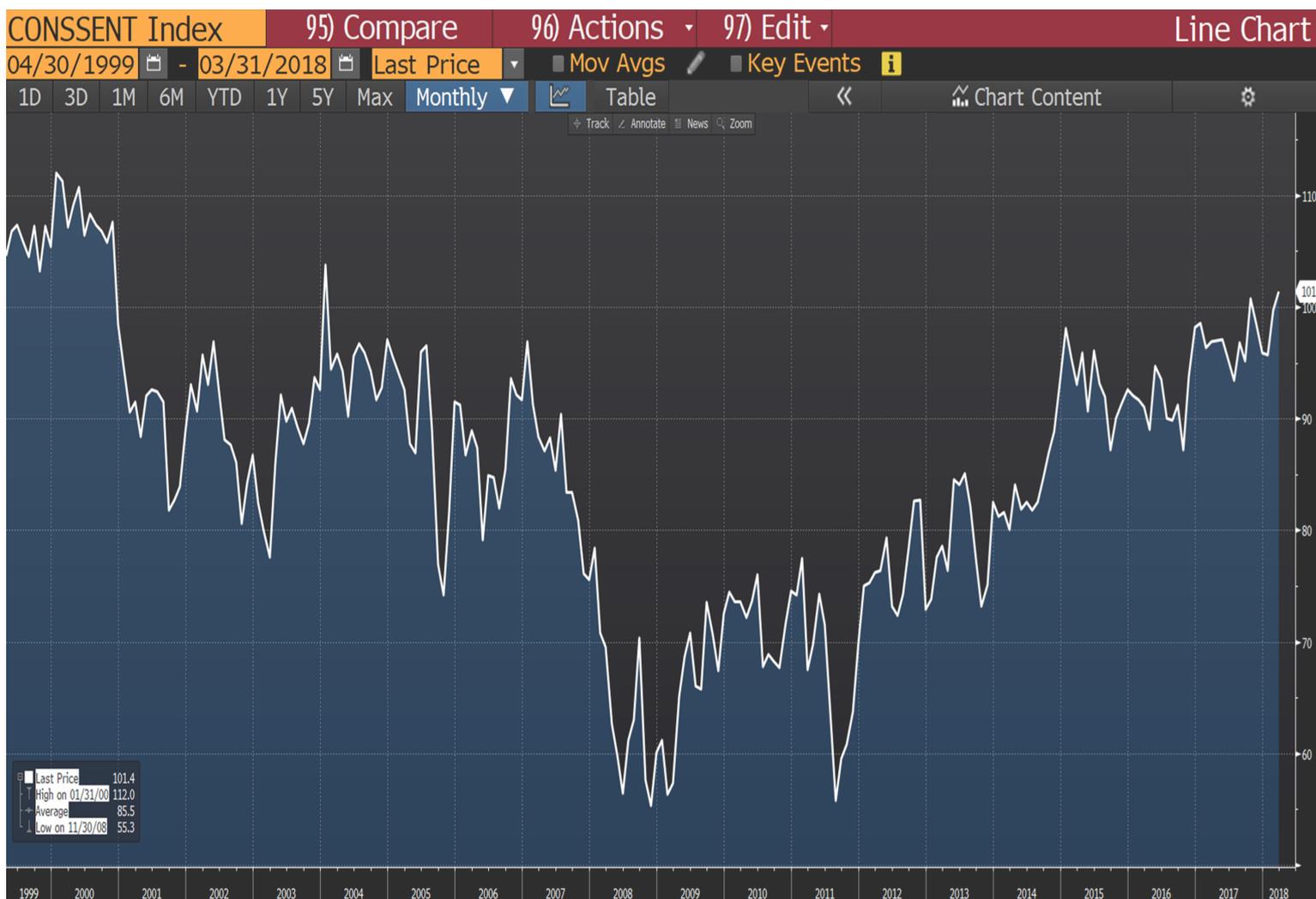


Macroéconomie

- Les **indices globaux d'activité manufacturière et des services** restent certes élevés mais la dérivée seconde est moins bonne, le niveau de croissance ralentit. S'il se stabilise aux USA, il faiblit dans la zone euro et en Chine.
- Les **indicateurs de surprises économiques** nous indiquent que le ralentissement chinois était attendu mais d'une ampleur plus importante, tandis que celui de la Zone Euro, à contrario prend les investisseurs par surprise. Cela peut s'expliquer par un niveau de comparaison 2017 élevé (dont un très bon dernier trimestre) ainsi que par l'appréciation de la devise de ces six derniers mois qui commence à peser.
- Globalement **l'inflation** reste sous contrôle, et ce malgré les craintes du mois de février aux Etats-Unis sur les tensions salariales. L'indice américain depuis septembre se maintient entre +2 et +2,8%, l'indice core lui s'établit à +1,8%. En Europe l'inflation est relativement stable mais sur des niveaux plus bas autour de +1%, et +1,4% pour l'inflation core. Au regard de l'évolution des indicateurs avancés tels que les ISM, il ne devrait pas y avoir d'inquiétudes sur ce front dans les prochains mois. Les seuls foyers de tension pourraient provenir de l'effet inflationniste de tarifs douaniers potentiellement plus importants et de la hausse des salaires aux USA.

A ce titre attardons nous sur le **consommateur américain**, le principal contributeur de la croissance américaine. A ce stade du cycle et malgré les hausses de taux d'intérêt tout semble indiquer que la consommation devrait se stabiliser sur des niveaux très corrects. Les ventes de voitures sont arrivées à un plateau depuis deux ans mais cela peut durer comme entre 2000 et 2007. La progression des ventes de maison neuves a certes doublé depuis 2009, mais reste sur des niveaux très faibles au regard des différents cycles, et encore deux fois moins élevée que les niveaux pré crise 2008. Le revenu des ménages américains progresse et reste soutenu par un niveau de chômage faible, des créations d'emplois bien orientées et les effets positifs indirects de la réforme fiscale. Dans ce contexte, les enquêtes montrent que la confiance est élevée et les taux de défaut sur les différents segments de la consommation sont en baisse, sauf sur l'automobile avec le retour des emprunteurs sub-prime.

Evolution du Consumer Sentiment Index de l'Université du Michigan depuis 1999





Special Topic

Dans le flash du mois de septembre, également consacré à l'évolution de la parité EUR/USD, nous nous demandons si nous n'étions pas arrivés à la fin du fort mouvement structurel d'appréciation du dollar initié mi 2008 à €1.60. Une des conclusions était qu'il fallait profiter des phases de hausse du billet vert pour petit à petit en réduire l'exposition. Or ces phases d'appréciation ne se sont pas produites, nous avons même connu au cours de ce début d'année une progression de la parité jusqu'à €1,25, puis une zone de stabilisation horizontale entre ce niveau et €1,22. Malgré la forte correction des marchés depuis février, il n'y a pas eu de recherche de protection généralement favorable à la devise américaine.

Pourtant, très objectivement, les arguments en faveur du dollar ne manquent pas. A commencer par le différentiel de taux d'intérêts, qui est à des niveaux très élevés. De près de +2,6% sur les taux à 3 mois, +2,9% à deux ans et +2,3% sur l'échéance à 10 ans. Ces écarts devraient naturellement attirer les investisseurs vers le billet vert.

D'autre part, les incertitudes politiques sur la Zone Euro, même si la situation est plus stable en France et en Allemagne, devraient fragiliser l'euro. Elles persistent en Italie, en Espagne, sans compter les conséquences encore incertaines des négociations sur le Brexit. Finalement, la guerre commerciale que pourraient se livrer les Etats-Unis et la Chine devrait renforcer le dollar car elle est source d'inquiétude sur le commerce mondial et potentiellement positive à court terme sur les déficits extérieurs américains.

Malgré tout cela, rien ne semble inciter les investisseurs à provoquer un changement de tendance, et les arguments dans ce sens sont tout

aussi valides. Si l'on se place maintenant à plus long terme, tous ces éléments ont sans doute été déjà anticipés tant le marché des changes est efficient. Les investisseurs se concentrent déjà sur la fin prochaine du cycle américain (récession ou ralentissement induit par les taux et/ou par cette éventuelle guerre commerciale), et se souviennent qu'en période de hausse de taux, le dollar s'est rarement apprécié contre les principales devises mondiales. De plus, et c'est un argument fort, le risque politique majeur n'est plus l'Europe ou la Chine, il s'est déplacé depuis la prise de fonctions du président Trump. Sa diplomatie anticonformiste, l'opposition qu'il suscite et ses problèmes juridiques à venir sont autant de points d'inquiétudes et de tensions. L'Amérique est devenue une source d'instabilité et l'évolution de sa devise en est le témoin.

Si l'on se place d'un point de vue économique, cette relative faiblesse est assez positive pour l'économie américaine, du point de vue des exportateurs notamment, sauf si ces effets devaient être annulés par des hausses de taxes chinoises. Inversement pour l'Europe, il est peu trop tôt pour avoir une devise forte car le cycle est moins avancé et la dépendance aux exportations plus forte. Cela pourrait contraindre la BCE à retarder à la fois la sortie de sa politique d'achats d'actifs prévue fin 2018 et les hausses de taux attendues courant 2019.

A partir de ces niveaux de parité tout est possible ; l'€/€ peut se traiter encore un moment dans la fourchette établie depuis mi-janvier, ou bien la casser à la hausse comme à la baisse. Il est très difficile de se prononcer, alors sur ces niveaux et dans le doute, il convient de s'abstenir de prendre des paris trop tranchés. Attendons de vendre l'excès de dollar à 1,20 et repositionnons-nous à 1,30 ?



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 9 avril 2018. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.